



库存变动规律下的铜月间价差走势

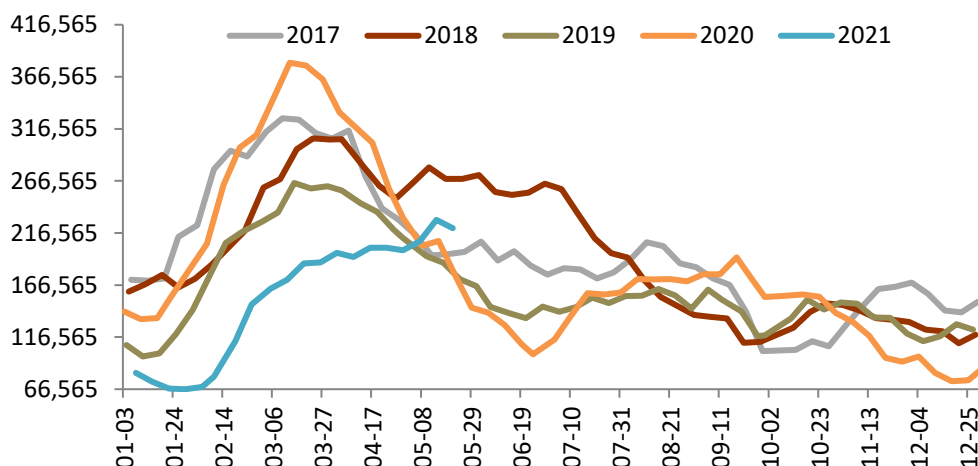
联系人 徐舟
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

一、国内铜库存变动规律

国内铜库存的变化具有明显的季节性规律。在一季度，国内铜库存每年都处于一个累库的过程，这主要是由于春节假期，下游加工企业都会减停产，需求疲软，而冶炼厂并不停工，导致了库存增加，累库时间一般会持续至3月中下旬。此后，国内库存开始进入了去库阶段，这是因为随着下游逐步进入消费旺季，需求快速攀升，此前累积的库存开始消耗，库存的低点往往会出现在二季度末。在国内金九银十的第二个消费旺季之前，国内下游会再次经历一个消费低迷期，在此期间库存会小幅累库。9月中旬到11月中旬是国内的第二个消费旺季，在此期间国内库存会再次去库，但整体去库幅度难以和二季度相比，但是持续时间会更长，往往会持续至年底。

从库存具体变化来看，国内库存在一年中会经历两次累库和两次去库，其中一季度的累库和二季度的去库幅度较大。

图表 1 铜库存季节性变化



资料来源：铜冠金源期货

二、铜月间价差走势

同一商品的不同合约间的价格变化有时候并不一致，特别是在近月合约和远月合约之间，会造成近远月的月间价差出现变化。通常来说，近月合约代表当下的现货市场的供需情况，而远月合约价格则代表对于未来价格的预期，而在影响月间价差的因素中，库存变化是主导力量。

因此，下文我们主要考察在规律性的库存变化之下，铜月间价差的变化是否也存在规律性走势。我们选取了一季度和二季度库存变化幅度最大的两个时段，并观察这两个时段的月间价差走势。

1、一季度累库阶段

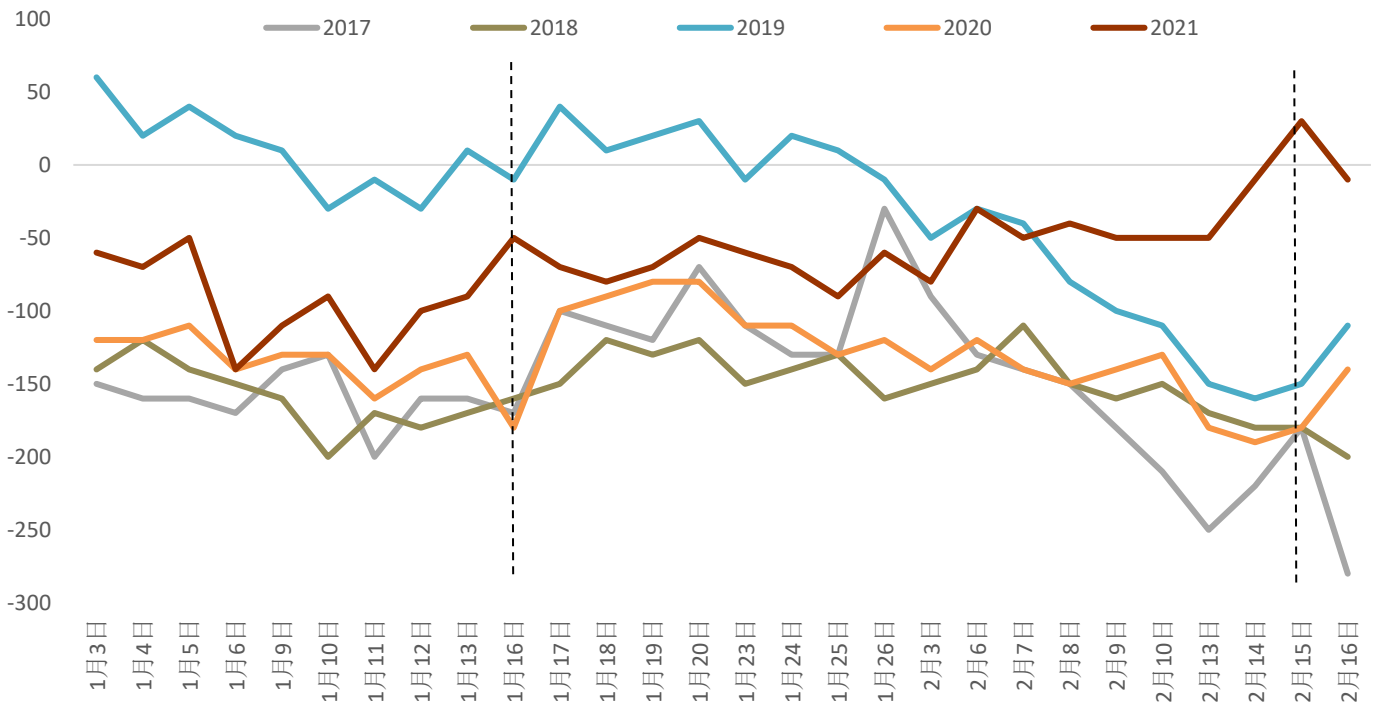
一季度是国内库存累库最快的时段。我们主要选取连1合约和连2合约的价差来作为月间价差的参照，主要是由于太远合约可能会受到投机资金的影响会更大。考虑到铜合约在每个月15日左右换月的影响，因此我们在下面的月间价差走势图上用黑色虚线隔开，意味着换月。

从铜连1合约-连2合约价差走势来看，我们看到大部分时间，月间价差都处于贴水状态，同时在1月份中旬，月间价差的走势并没有显著的规律；但是在1月下旬至2月上旬，我们看到月间价差都出现了明显的回落走势，且绝对回落数值在100-150元之间不等。这也符合我们对于近月合约在库存累积阶段承压的逻辑。

注：连1合约是指连续第一个月的合约，例如，1月5日，连1合约是铜1月合约；而如果1月17日，换月之后，连1合约是铜2月合约。

连2合约，以此类推。

图表 2 铜连 1 合约-连 2 合约价差走势



资料来源：铜冠金源期货

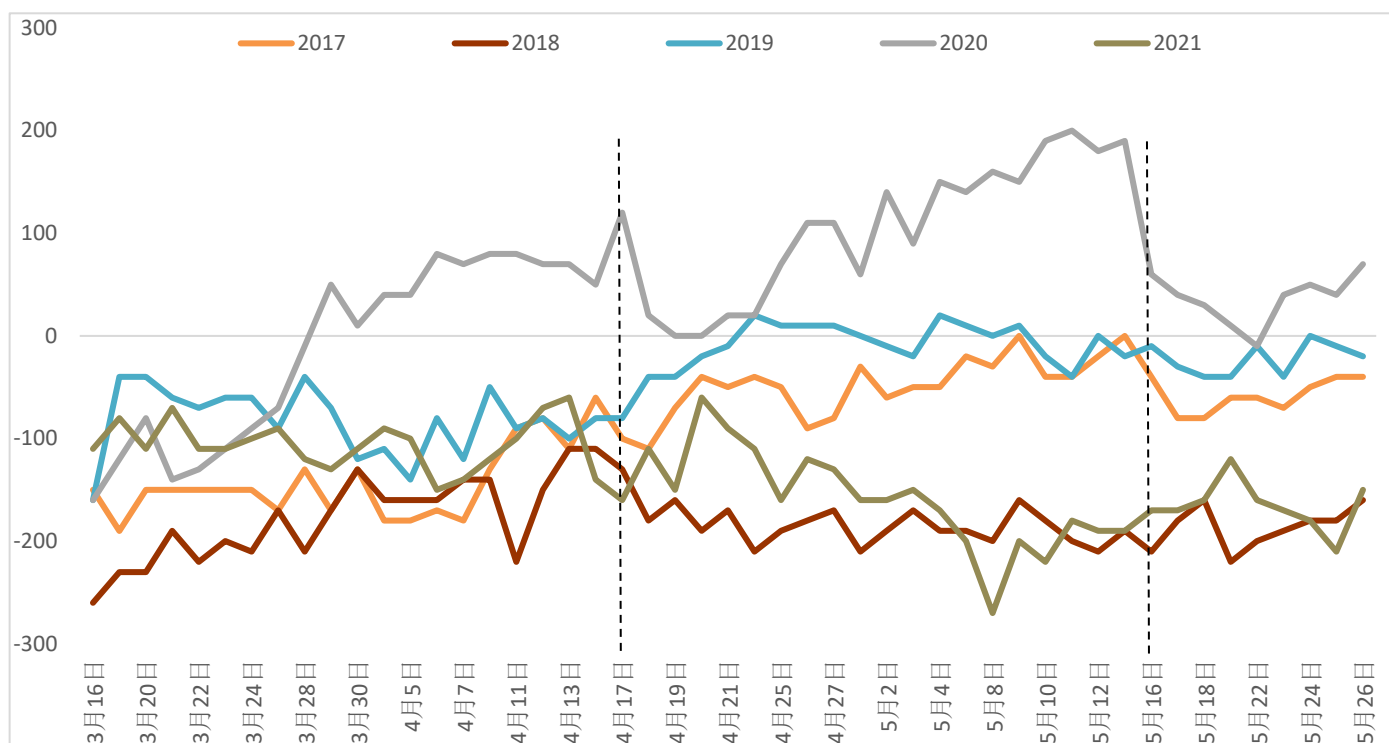
2、二季度去库阶段

二季度是国内库存去库最快的时段。在库存压力持续回落的情况下，近月合约走势往往会强于远月合约，因此在月间价差上会表现出近强远弱的格局。

从铜连1合约-连2合约价差走势来看，我们看到在3月下旬到4月上旬的时间段里，月间价差表现出了上涨的规律；同时在4月下旬到5月上旬的时间段里，月间价差也屡有表现，多次出现上涨走势。这符合我们对于近月合约在库存去化阶段走强的逻辑。

但是，我们也看到了也有例外的情况，在2021年，无论是3月下旬到4月上旬的时间段还是4月下旬到5月上旬的时间段，月间价差的走势并无明显上行的特征，更多是在横盘甚至持续走弱。我们认为这主要和今年国内库存去库的进程并不顺利有关，今年下游消费旺季不旺，整体库存不降反增，因此导致了近月合约反而出现弱势的情况。

图表3 铜连1合约-连2合约价差走势



资料来源：铜冠金源期货

3、小结

整体来看，通过观察国内库存变化最为剧烈的两个阶段，我们发现了月间价差的走势也呈现一定的规律性。在一季度的累库阶段，月间价差都出现了明显的回落走势，回落幅度在100-150元之间，呈现了近弱远强的格局；而在第二季度的去库阶段，月间价差则有明显的回升走势，回升幅度在100-200元之间，呈现了近强远弱的格局。可以说，库存的周期性变化导致了月间价差也呈现了规律性的走势。

但是值得注意的是，由于供需基本面的变化，库存变化也有例外情况，例如2021年国内去库进程就并不顺利，影响也体现在了月间价差的变化之上。因此，并不能机械化的去套用，也要根据实际情况来看判断库存的变化。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。